

## Uppdatering: Kv3 2023

### ECOCLIME GROUP AB

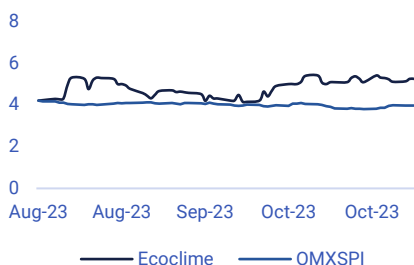
VD: Krister Werner  
 SO: Lennart Olofsson  
[www.ecoclimate.se](http://www.ecoclimate.se)

Bloomberg: ECC: SS  
 Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 5,90 kronor  
 Marknadsvärde: 273 MSEK

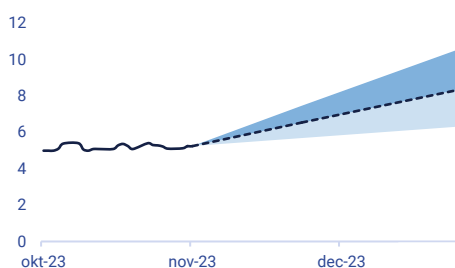
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-11,9	-14,7	26,9	13,0

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	6,3	8,3	10,5
Upp-/nedsida (%)	6	41	77

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

## Tillväxten fortsätter för Evertherm

Ecoclimate redovisade intäkter i kv3 2023 som översteg våra prognoser med 5%. Det organiska intäktstillväxten blev 42%. Vi justerar marginellt upp våra intäkt- och resultatprognoser för 2024 och 2025. Vår uppdaterade riktkurs i Bas-scenariot blir 8,3 SEK per aktie, jämfört med tidigare 8,8 SEK/aktie. Det kan brytas ned i en kombination av ett högre DCF-värde och lägre EV/EBITDA- och EV/Sales-multiplar för jämförbara bolag.

### Stark tillväxt för två av tre och god lönsamhet i alla affärsområden

Ecoclimate-koncernens nettoomsättning i kv3 2023 blev 5% högre än våra estimat. Det är fortsatt Cirkulär Energi som står för den största intäktstillväxten, men även på koncernnivå ser det imponerande ut med 42% organisk intäktstillväxt. Den enda svackan noteras för Smarta Fastigheter där nettoomsättningen minskade med 14% i kv3 2023 jämfört med kv3 2022. Det förklaras främst av leveransstörningar för bolaget Miljöbelysning.

Under kv3 2023 (liksom kv2 2023) redovisade alla tre affärsområden (Inomhusklimat, Cirkulär Energi och Smarta Fastigheter) ett positivt justerat EBITDA-resultat. Bäst lönsamhet med 13% justerad EBITDA-marginal var Cirkulär Energi (med Evertherm), medan Inomhusklimat fortfarande ligger lägst med 3% justerad EBITDA-marginal.

### Svag byggkonjunktur kan vara på väg att bottna

Företagsledningen ser fortsatta goda utsikter och speciellt gäller det försäljningen av Evertherm till fastighetsägare i Sverige och Tyskland. Fastighets- och byggbolagen behöver reducera sina energiemissioner av hållbarhetsskäl, men har också starka incitament att via lägre driftskostnader på fastigheterna lyfta deras marknadsvärden.

Byggkonjunkturen i Sverige har försvagats kraftigt hittills under 2023. Därtill kommer stigande räntenivåer på fastighetsbolagens lån som minskar dessa bolags investeringsutrymme. Men vi tror ändå att Ecoclimate kommer ha möjlighet att växa väsentligt snabbare än marknaden med sina energibesparande produkter och tjänster. Dessutom kan byggkonjunkturen snart bottna. Detta med tanke på att insatsvaror som ligger tidigt i konjunkturcykeln (som armeringsjärn) har fallit i pris, samtidigt som räntenivåerna ser ut att ha nått sin topp i denna räntehöjningscykel.

### Ny rikt Kurs 8,3 kronor per aktie i Bas-scenariot

Vi värderar Ecoclimate-aktien genom en sammanvägning av tre modeller. En kassaflödesvärdering baserat på våra prognoser med 40% vikt samt jämförande nyckeltal med fem branschbolag mätt på EV/Sales samt EV/EBITDA med vardera 30% vikt. Med dessa förutsättningar beräknas ett motiverat värde på 8,3 kronor per aktie i basscenariot (tidigare 8,8 kronor/aktie). DCF-värdet på Ecoclimate-aktien har ökat till följd av våra höjda prognoser, samtidigt som EV/EBITDA- och EV/Sales-multiplarna för fem jämförbara bolag har fallit tillbaka sedan vår senaste analysuppdatering den 18 augusti 2023.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Totala intäkter	159,4	254,7	337,9	413,0	476,4
EBITDA före förvärvskostn.mm	3,1	-15,4	9,6	37,4	56,6
EBIT före förvärvskostn.mm	-6,6	-42,6	-9,9	16,2	32,8
Resultat efter finansnetto	-14,5	-56,9	-28,4	17,0	33,7
Årets resultat	-12,2	-58,3	-29,1	14,5	28,0
EBITDA-marginal (före förv.kos)	1,9%	-6,1%	2,8%	9,1%	11,9%
Vinst kronor per aktie (SEK)	-0,31	-1,27	-0,62	0,31	0,60
P/E	neg.	neg.	neg.	18,9x	9,8x
EV/Intäkter	3,7	1,0	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	169,5	neg.	24,2	6,5	4,3
Utdelning, SEK per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer kv3 2023

Ecoclime överträffade vår intäktsprognos för kv3 2023 med 5%. Affärsområde Cirkulär Energi med Evertherm fortsätter att sticka ut med drygt 150% tillväxt i nettoomsättning mot externa kunder i kv3 2023.

Nettoomsättningen på ca 61,7 MSEK i kv3 2023 blev 5% högre än vår prognos. Den organiska tillväxten för koncernen uppgick till 42% i kv3 2023, jämfört med 65% i kv2 2023.

Affärsområde Cirkulär Energi med Evertherm fortsätter att sticka ut med 155% tillväxt avseende intäkter från externa kunder kv3 2023 jämfört med kv3 2022.

Bruttoresultat efter inköp av varor och förnödenheter blev 30,0 MSEK jämfört med vårt estimat på 28,7 MSEK, knappt 5% bättre än väntat.

Övriga externa kostnader och personalkostnader blev 31,4 MSEK mot av oss förväntade 35,5 MSEK. Övriga rörelsekostnader är dock positiva, 7,6 MSEK i kv3 2023 (dvs återläggning av tidigare för högt redovisade övriga kostnader).

VD Krister Werner konstaterar att bolaget har lyckats förbättra sina marginaler och fått kontroll över kassaflödet. Liksom att bolaget ser fortsatt stora möjligheter att sälja Evertherm i Sverige och Tyskland.

H-Gruppen såldes av Ecoclime till nya ägare i april 2023. Därmed försvann intäkter på 7–8 MSEK per kvartal från koncernens redovisning. H-Gruppen gick med ganska stor förlust innan det avyttrades.

### Smarta Fastigheter

Affärsområdet Smarta Fastigheter noterade 14% lägre nettoomsättning i kv3 2023 jämfört med kv3 2022. Det förklaras av leveransproblem inom Miljöbelysning samt mindre lönsamma affärer inom SDC Automation. Samtidigt har orderingången till SDC Automation och marginalerna förbättrats. Till det kommer utveckling av nya produkter och tjänster inom Ecloud, som väntas öka affärsområdets försäljning framöver.

Smarta Fastigheter redovisade ett justerat EBITDA-resultat på ca 1,0 MSEK, motsvarande en marginal på 4% i kv3 2023. Det var lägre än kv3 2022 då affärsområdet nådde ett justerat EBITDA-resultat på ca 1,8 MSEK med en marginal på 6%.

### Cirkulär Energi

Affärsområdet Cirkulär Energi med Evertherm (spillvärmevattenåtervinning) samt Team Wessman (geotermiska energilösningar) ökade sina intäkter från externa kunder till ca 26,2 MSEK i kv3 2023, vilket är en ökning på 155% jämfört med kv3 2022.

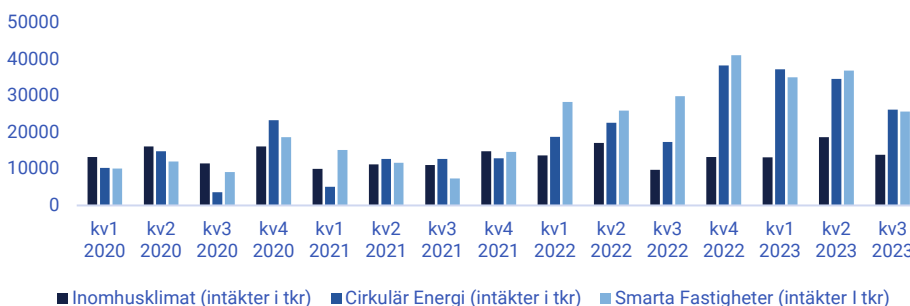
Cirkulär Energi nådde nu ett positivt justerat EBITDA-resultat på ca 3,5 MSEK under kv3 2023 motsvarande 13% marginal. Under kv3 2022 gick affärsområdet med förlust på justerad EBITDA-nivå (minus 4,1 MSEK).

## Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimats nettoomsättning ökade till 13,9 MSEK i kv3 2023, vilket var 42% mer än kv3 2022. Bolagets intäkter till externa kunder ökade med 31% under motsvarande period.

Affärsområdets justerade EBITDA-resultat blev positivt, ca 0,4 MSEK i kv3 2023 motsvarande ca 3% marginal. Det är en klar förbättring jämfört med kv3 2022, då affärsområdet redovisade en förlust på ca 1,4 MSEK på justerad EBITDA-nivå.

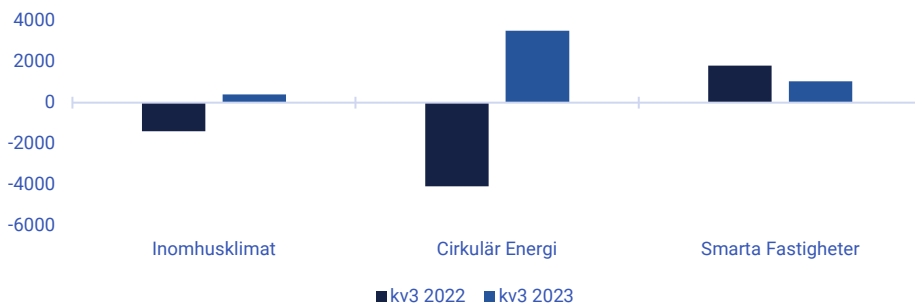
### Nettoomsättning per affärsområde (TSEK) kv1 2020-kv3 2023:



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Samtliga tre affärsområden var lönsamma på justerad EBITDA-resultatnivå i kv3 2023. Det starka resultatet för Cirkulär Energi beror på att här ligger en produktförsäljning med högre marginaler.

### Justerad EBITDA per affärsområde (TSEK), kv3 2022 och kv3 2023



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

## Investment case, prognoser och värdering

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem för värmeåtervinning samt komfortsystem för kontor. Med dessa som bas har koncernen inlett en tillväxtfas där bolag inom värme- och rörinstallation, energibesparande produkter samt fastighetsautomation har adderats via förvärv. I nästa steg ska de förvärvade bolagen öka sin försäljning av Ecoclimate-produkter. Kapaciteten för försäljning av Evertherm värmeåtervinningssystem har ökat kraftigt. En marknadssatsning i Tyskland ökar potentialen ytterligare.

### Investment case

#### Cirkulära energisystem bildar basen

Ecoclimate har efter förvärv etablerat verksamhet inom tre affärsområden; Inomhusklimat med Flexibel Luftbehandling och KVS Montage, Cirkulära energisystem med Evertherm, Team Wessman samt Smarta Fastigheter med SDC Automation och Miljöbelysning. Av dessa har Evertherm funnits med sedan starten 2013, medan Flexibel Luftbehandling, SDC Automation och H-Gruppen där KVS då ingick förvärvades av Ecoclimate 2017, Team Wessman sedan oktober 2021 och Miljöbelysning i februari 2022. Med förvärvsmodellen som startade samma år etablerades nya försäljningskanaler för bolagets produkter via installatörer och försäljare av angränsande produktlösningar.

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem (Evertherm) för värmeåtervinning av spillvatten i flerbostadshus. Bolaget säljer också komfortsystem (kyla, värme, ventilation) för kontor. I koncernen ingår vidare bolag inom elprodukter, fastighetsautomation samt rör- och värmeinstallation.

En försäljningsstrategi (ambition) på koncern-nivå är att nyblivna kunder till något av de tre affärsområdena ska bli det även hos övriga affärsområden. Visionen är att Ecoclimate ska bli en total-leverantör inom samtliga steg av energibesparingskedjan hos fastighetsägare och fastighetsutvecklare med flera möjliga kunder.

Försäljning mot nyproduktion eller renovering av bostäder och kommersiella fastigheter är det lättaste sättet för bolaget att komma in mot fastighetsägare. En satsning på att marknadsföra och sälja Evertherm-systemen med finansieringslösningar mot bostads- och industriägare i Sverige och nu även Tyskland har inletts. Potentiella kunder i Tyskland utgörs främst av bostadsbolag med någon form av anknytning till Sverige.

Med cirkulära energisystem som bas (Evertherm) har Ecoclimate växt via förvärv av bolag som säljer mot fastighetsägare och kommuner.

Vad gäller energibesparingsincitamentet hos fastighetsbolag och andra kunder har dessa vuxit mycket kraftigt i Tyskland efter sanktionsbesluten mot rysk gas och olja efter Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari 2022. En del av det energibehov som ska ersättas behöver sparas in genom energieffektivisering, medan resten köps in från andra länder.

#### Mycket stora värden i att spara energi i bostadshus

Sett ur ett fastighetsägareperspektiv och speciellt vad gäller hyresbostäder i Sverige är värdet av sparad energi stort. Förklaringen är att den reglerade bruksvärdehyresnivån för begagnade bostäder i Sverige är förhållandevis låg (främst i stadsområdena) jämfört med en hypotetisk marknadshyra, samtidigt som uppvärmning inklusive el och vatten kan utgöra omkring hälften av de totala driftkostnaderna för bostadshusen. Andelen värmekostnader som kan sparas genom att använda Evertherms system varierar mellan 25 och 50% beroende på om det är ett nyproducerat eller begagnat bostadshus.

Bostadsfastigheter i större städer brukar avkasta omkring fyra% på sitt marknadsvärde. Då blir den initiala besparingen för en fastighetsägare det första året efter en sådan investering ca 100% på investerat kapital vid en avskrivningstid om tolv år för investeringen. Detta förklaras av en värdeökning på fastigheterna hänförligt till det förbättrade driftöverskottet. Bolaget erbjuder därmed ett värde till köparen. Det underlättar införsäljningsprocessen för Ecoclimate.

## En ökad produktförsäljning ger kraftig utväxling

Ecoclimes målsättning är att sälja sina produkter med mellan 50 och 75% bruttomarginal samt mellan 30 och 50% rörelsemarginal före centrala administrationskostnader. De högre marginalerna erhålls vid leverans av egna produkter, medan den lägre siffran avser systemleveranser där även externa produkter ingår. För tjänster och servicearbeten brukar rörelsemarginalerna ligga mellan 10 och 15%. Då en ganska betydande del av Ecoclimate-koncernens försäljning efter de senaste årens förvärv består av värme- och rörinstallatörer med främst service- och tjänsteförsäljning, blir utväxlingen på marginaler och lönsamheten betydande om koncernen lyckas öka inslaget av sålda egna produkter.

## Företagsförvärv ska öka Ecoclimes vinst per aktie

Ecoclimate köper rörelsedrivande bolag i ventilations- och rörinstallationsbranschen, tidigare för p/e-tals-multiplar på omkring 5-6x årsvinsten. Det innebär att varje nytt förväntat bolag ger ett arbitrage i form av en vinstökning efter räntekostnader på köpeskillingen. Detta arbitrage förbättras ytterligare om säljaren är villig att acceptera nyemitterade Ecoclimate-aktier som betalning för en del av köpeskillingen.

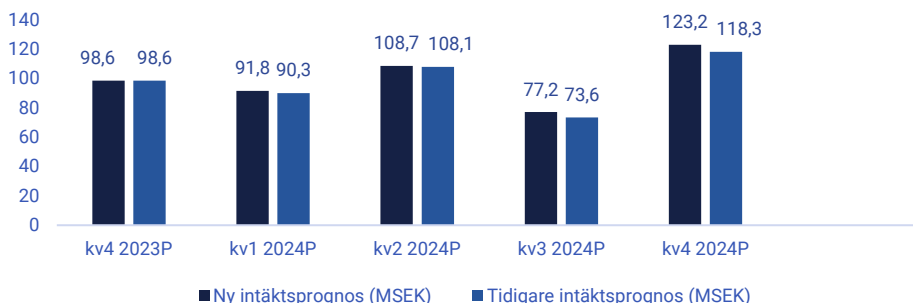
Utmaningen ligger i att upprätthålla vinstnivån i de förvärvade bolagen, där de tidigare ägarnas incitament att driva vidare affären inom Ecoclimate-koncernen ofta blir avgörande. Ecoclimate fokuserar på bolag med en omsättning understigande eller omkring 100 MSEK per år, vilket brukar ge en viss småbolagsrabatt.

## Prognoser och antaganden, basscenario

Trots den fortsatta intäktsstillväxten i kv3 2023 reviderar vi endast upp våra intäktsprognoser för kv4 2023-kv4 2024 marginellt enligt nedanstående graf. Detta då vi befinner oss i en lågkonjunktur, där bolagets största kundgrupp (fastighets- och byggbolag) får se sina resultat försämrade på grund av stigande räntekostnader. Samtidigt representerar Ecoclimes produkter och tjänster en möjlighet till mycket betydande besparingar som ökar värdet på kundernas fastigheter.

De senaste tolv månaderna, 1 oktober 2022–30 september 2023, nådde Ecoclimate-koncernen en nettoomsättning på ca 310 MSEK. Då ingick H-Gruppen från 1 oktober 2022 till och med 30 april 2023, uppskattningsvis med knappt 20 MSEK.

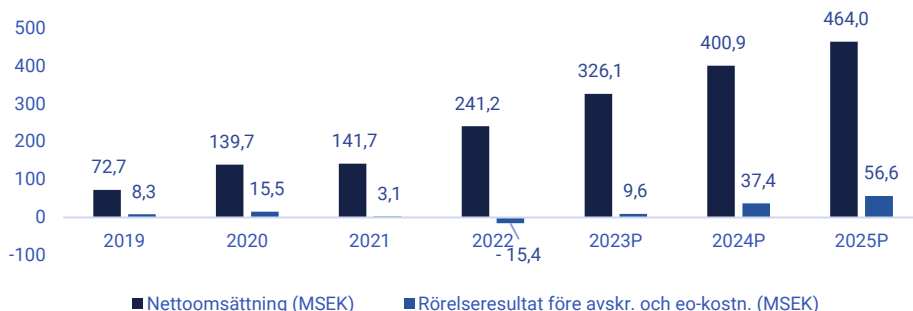
### Förändrade intäktsprognoser (MSEK) för kv4 2023-kv4 2024



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Våra rörelseresultatprognoser är beräknade utifrån den prognosticerade förändringen i omsättning för koncernen. Vi antar att en extra försäljningskrona slår igenom med 20% på EBITDA-resultatnivå. Vi bedömer att kostnaden för såld vara ökar med 50% av intäktsstillväxten. Motsvarande ökning för personal- och övriga kostnader har vi satt till 15% av en intäktsökning. Därutöver har vi korrigerat med fasta resultatförbättringar i verksamheten i form av lägre övriga rörelsekostnader (2,5 MSEK i kv4 2023 och 1,25 MSEK per kvartal under 2024).

### Historik och prognoser, nettoomsättning och EBITDA före eo-kostn. 2019-2025P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Värdering

### Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser helåren 2023–2027 samt ett evighetsvärde år 2028.

#### Kalkylräntan ökar från 17,5 till 17,9%

Vi har diskonterat bedömda kassaflöden med en kalkylränta baserat avkastningskravet på eget kapital framräknat med CAPM-modellen. Där använder vi en riskfri ränta om 2,8%, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta den 9 november 2023. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 6,1% samt en småbolagspremie om 3,8% uppskattad baserad på PwC:s riskpremiestudie från juni 2023. Vi applicerar ett beta-tal om 1,1x samt en företagsspecifik riskpremie om 4,2% för att komma fram till en vägd kalkylränta på 17,9% (tidigare 17,5%).

#### Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	48,6	Risikfri ränta, prognostiserad period	2,8%	CAGR, 2023-27	63,0%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	293,8	Marknadsriskpremie	6,1%	EBITDA-marginal, 2025	14,9%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>342,4</b>	Småbolagspremie	3,8%	Skattesats	20,6%
		Beta	1,1x	Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Kassa	41,6	<b>Avkastningskrav, EK</b>	<b>13,7%</b>		
Räntebärande skulder	0,0				
<b>Aktievärde</b>	<b>384,0</b>	Skattejust. Kreditränta	7,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
		Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2023P	0,6x
Befintligt antal aktier	46,2	WACC	13,7%	EV/EBITDA, 2023P	20,5x
Nya aktier efter emissioner	0,0	Bolagsspec. Tillägg	4,2%	P/S, 2032P	0,7x
Antalet aktier	46,2			P/E, 2023P	neg.
<b>Värde per aktier i ett basscenario</b>	<b>8,3</b>	<b>Diskonteringsränta</b>	<b>17,9%</b>		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

#### Antaganden och motiverat värde enligt basscenario

Vårt DCF-värde enligt basscenario utgår från de prognoser som vi har lagt för perioden 1 oktober 2023–31 december 2025. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 25% 2026 och 20% 2027. De ökande intäkterna väntas under prognosperioden 2023–2027 ske till bruttomarginaler om 50%. Övriga externa kostnader väntas öka med 10% av koncernens intäktsökning under perioden 2023–2027. Personalkostnaderna väntas öka med 15% av motsvarande intäktsökning under prognosperioden 2023–2027. Rörelseresultatet år 2028 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,5%.

Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 8,3 kronor per Ecoclimate-aktie i basscenario. Det kan jämföras med de 7,8 kronor per aktie i riktkurs i bas-scenario som vi kom fram till i vår senaste uppdatering efter bolagets kv2 2023-rapport den 18 augusti 2023.

## Antaganden och motiverade värden för Bear- och Bull

I vårt Bear-scenariot utgår vi från att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 75% av bas-scenariots nivåer 2023–2027. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 3,0% per år.

I vårt Bull-scenariot räknar vi med att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 125% av bas-scenariots nivåer 2023–2027. I Bull-scenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 4,0%.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 5,8 kronor per aktie i Bear-scenariot och 10,9 kronor per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 5,6 kronor per aktie i Bear-scenariot och 10,1 kronor per aktie i Bull-scenariot vid vår senaste uppdatering den 18 augusti 2023.

## Jämförande och sammanvägd värdering

I nedanstående tabell har vi vägt samman tre olika värderingsmodeller för Ecoclimate-aktien; dels motiverat värde på EBITDA och intäkter utifrån branschnyckeltal i sektorn (med fem jämförbara bolag; Garo, Instalco, Lindab, Nibe och Systemair, dels använt vår kassaflödesvärdering av Ecoclimate.

Givet 30% vikt vardera för sektorns EV/EBITDA och EV/Sales-multiplar med 25% småbolagsrabatt för Ecoclimate och 40% vikt för vårt beräknade DCF-värde får vi en vägd motiverad kurs om 8,3 kronor för Ecoclimate-aktien (jämfört med 8,8 kronor per aktie i vår uppdatering den 18 augusti 2023). Att det motiverade värdet för Ecoclimate-aktien blir lägre denna gång (trots ett högre DCF-värde) beror på att EV/EBITDA och EV/Sales-multiplarna har sjunkit för de jämförbara bolagen sedan 18 augusti 2023.

### Jämförande värdering

Jämförande värdering	Börsv. (MSEK)	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	P/EK
Ecoclimate	258	n.m.	10,0	0,7	1,1
Garo	1 686	18,2	14,4	1,4	2,6
Instalco	8 879	14,4	8,6	0,8	2,8
Lindab	14 231	17,1	9,4	1,2	2,0
Nibe	134 149	26,4	14,8	3,2	4,4
Systemair	13 499	12,7	7,3	1,2	2,5
Genomsnitt exklusive Ecoclimate		17,8	10,9	1,6	2,8
Samma med 25% rabatt		13,3	8,2	1,2	2,1

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I Bear-scenariot får vi med ovanstående vikter för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien en riktkurs på 6,3 kronor per aktie. Det kan jämföras med 6,6 kronor per aktie vid vår senaste uppdatering den 18 augusti 2023.

I Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfordelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien. Vi hamnar då på en riktkurs om 10,5 kronor per aktie (jämfört med 10,9 kronor per aktie vid vår avstämning den 18 augusti 2023).



### Sammanvägt motiverat värde (i SEK) för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA för sektorn, 25% rabatt	8,2	5,7	10,6
<b>Motiverat värde på EBITDA</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,3</b>
Intäkter/Ecoclimate-aktie	6,7	6,7	6,7
EV/Sales för sektorn, 25% rabatt	1,2	0,8	1,5
<b>Motiverad värdering på intäkter</b>	<b>9,5</b>	<b>7,2</b>	<b>11,9</b>
<b>Motiverat DCF-värde</b>	<b>8,3</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>
Applicerat på EBIT	30%	30%	30%
Applicerat på Intäkter	30%	30%	30%
Applicerat värde på DCF-värde	40%	40%	40%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
<b>Värde per aktier i ett basscenario</b>	<b>8,3</b>	<b>6,3</b>	<b>10,5</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Risker och utmaningar

Ecoclimes ledningsgrupp består av koncern-VD Krister Werner. Nyttillträdd CFO från 9 november 2023 är Johan Wewel. Andreas Cederlund är marknadschef. Dotterbolagscheferna är Tobias Fahlström (Flexibel Luftbehandling), Mathias Lindberg (SDC Automation), Leo Incousci (Miljöbelysning), Göran Beronius (Team Wessman), Björn Nordh (Ecoclimate Automation), Christoffer Eklund (Ecoclimate Reenergy Systems) och Anders Mikaelsson (Ecoclimate Production). Till det kommer Torbjörn Jonasson (Teknik- och produktchef). I takt med att Ecoclimate växer via förvärv kommer beroendet av enskilda nyckelpersoner att minska.

Förvärv av installationsbolag brukar ge ett omedelbart vinstbidrag efter räntekostnader på köpeskillingen. De nyförvärvade bolagen ska sälja in Ecoclimes produkter med bättre marginaler än installationstjänster. Förutom att behålla vinstnivåer i förvärvade bolag har Ecoclimate konfronterats med tröskelnivåer vad gäller investeringsbehov inklusive samordningsbehov inom koncernen.

Ecoclimate har en möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing. Fastighetsbranschen (beställare, arkitekter och konsulter med flera) är dock konservativ, vilket gör att det kan ta tid att etablera nya produkter. Större branschföretag har historiskt tillämpat en dominansstrategi för att hindra uppstickare som till exempel Ecoclimate. Medan efterfrågan på energibesparande produkter som Evertherm i Sverige drivs av fastighetsägarna via ökade värden på deras fastigheter, ligger incitamentet att spara energi på hyresgästerna i Tyskland då dessa betalar el- och värmeräkningarna där.

Byggbranschen är cyklisk med kraftiga upp- och nedgångar kopplat till förändrade fastighetspriser samt vakans- och hyresnivåer. Positivt är att renoveringsbehovet av Sveriges ganska ålderstigna fastighetsbestånd (mycket uppfördes på 1960-, 1970- och 1980-talen) är omfattande. En utmaning är de stigande byggkostnaderna i Sverige, liksom att investerings- och energisparbidragen vid nyproduktion försvann den 1 januari 2022. Till det kan läggas högre räntenivåer, som har höjt avkastningskravet vid köp av fastigheter, vilket har gjort att vinsten med energibesparingen via marknadsvärdet på fastigheterna blir lägre än tidigare.

## Räkenskaper och nyckeltal

### Resultaträkning 2021-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning, extern	143,9	241,2	326,1	400,9	464,0
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	15,4	13,5	11,7	12,1	12,4
<b>Totala intäkter</b>	<b>159,4</b>	<b>254,7</b>	<b>337,9</b>	<b>413,0</b>	<b>476,4</b>
Inköp varor och förnödenheter	-69,5	-133,3	-169,5	-206,9	-238,4
Övriga externa kostnader	-35,1	-58,2	-65,8	-68,2	-74,5
Personalkostnader	-58,4	-91,7	-93,0	-100,5	-106,8
Avskrivningar	-9,7	-27,2	-19,5	-21,2	-23,8
<b>Totala kostnader</b>	<b>-172,8</b>	<b>-310,3</b>	<b>-347,8</b>	<b>-396,8</b>	<b>-443,6</b>
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-13,4</b>	<b>-55,6</b>	<b>-9,9</b>	<b>16,2</b>	<b>32,8</b>
Resultat från intressebolag	-0,5	-0,9	-18,9	0,0	0,0
Finansnetto	-0,5	-0,5	0,4	0,8	0,9
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-14,5</b>	<b>-56,9</b>	<b>-28,4</b>	<b>17,0</b>	<b>33,7</b>
Skatt	2,2	-1,4	-0,7	-2,6	-5,7
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-12,2</b>	<b>-58,3</b>	<b>-29,1</b>	<b>14,5</b>	<b>28,0</b>
<b>Tillväxt</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Nettoomsättning, extern	3%	68%	35%	23%	16%
Totala intäkter	3%	60%	33%	22%	15%
Personalkostnader	10%	57%	1%	8%	6%
Rörelseresultat	-325%	314%	-82%	-264%	102%
Resultat efter finansnetto	-363%	294%	-50%	-160%	98%
Resultat efter skatt	-291%	378%	-50%	-150%	93%
<b>Marginaler</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
EBITDA-marginal	-3%	-12%	3%	9%	12%
EBIT-marginal	-9%	-23%	-3%	4%	7%
Resultat efter finansnetto-marginal	-10%	-24%	-9%	4%	7%
Nettovinstmarginal	-8%	-24%	-9%	4%	6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning 2020-2025P (MSEK)**

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Immateriella Anläggningstillgångar	102,7	150,9	146,8	179,5	215,2
Materiella Anläggningstillgångar	34,3	42,5	40,4	28,0	14,1
Uppskjuten Skattefordran	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	10,5	9,9	9,8	9,8	9,8
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>156,4</b>	<b>212,2</b>	<b>206,0</b>	<b>226,4</b>	<b>248,2</b>
Varulager	10,8	30,4	45,3	47,8	50,5
Kortfristiga fordringar	37,9	60,3	50,4	56,3	62,6
Likvida medel	152,7	75,8	40,9	26,8	24,0
<b>Summa Omsättningstillgångar</b>	<b>201,3</b>	<b>166,5</b>	<b>136,6</b>	<b>130,8</b>	<b>137,2</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>357,7</b>	<b>378,7</b>	<b>342,6</b>	<b>357,2</b>	<b>385,3</b>
Eget Kapital	307,4	261,1	231,7	246,2	274,1
Långfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	8,0	42,3	35,5	35,5	35,6
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>8,0</b>	<b>42,3</b>	<b>35,5</b>	<b>35,5</b>	<b>35,6</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	42,3	75,3	75,3	75,5	75,6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>42,3</b>	<b>75,3</b>	<b>75,3</b>	<b>75,5</b>	<b>75,6</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>357,7</b>	<b>378,7</b>	<b>342,6</b>	<b>357,2</b>	<b>385,3</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Balanslikviditet	115%	120%	127%	138%	150%
Likviditetsgrad	475%	221%	181%	173%	181%
Kassa/kortfristiga skulder	361%	101%	54%	36%	32%
<b>Soliditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-152,7	-75,8	-40,9	-26,8	-24,0
Nettokassa/EBIT	-11,4x	-1,4x	-4,1x	1,6x	0,7x
Nettokassa/EK	50%	29%	18%	11%	9%
Skuld/EK	0%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	86%	69%	68%	69%	71%
<b>Lönsamhetsmått</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Avkastning på eget kapital	-7%	-19%	-11%	6%	11%
Avkastning på totalt kapital	-6%	-16%	-8%	5%	9%
Avkastning på investerat kapital	-7%	-19%	-10%	5%	10%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Kassaflöde 2021-2025P**

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Den löpande verksamheten</b>					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-3,3	-29,7	6,2	24,6	40,5
Ökning (-)/Minskning (+) av varulager och fordringar	-8,6	-20,6	-10,8	-8,3	-9,1
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	-2,8	18,6	0,9	0,2	0,2
Investeringar	-22,4	-37,2	-25,1	-30,5	-34,3
Utgivning lån mot utomstående	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-37,0	-70,7	-28,8	-14,1	-2,8
Nyemissioner, netto efter omkostnader	150,0	-0,5	-0,3	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-2,6	-5,3	-3,8	0,0	0,0
Erhållna bidrag för utvecklingskostnader	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betald leasing exklusive räntedel	-4,1	-0,3	-2,1	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	143,4	-6,1	-6,2	0,0	0,0
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>106,4</b>	<b>-76,8</b>	<b>-35,0</b>	<b>-14,1</b>	<b>-2,8</b>
Likvida medel vid årets början	46,3	152,7	75,8	40,9	26,8
<b>Likvida medel vid periodens utgång</b>	<b>152,7</b>	<b>75,8</b>	<b>40,9</b>	<b>26,8</b>	<b>24,0</b>
<b>Nyckeltal</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	-0,02x	-0,12x	0,02x	0,06x	0,09x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	-0,01x	-0,08x	0,02x	0,07x	0,11x

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.